消费升级与娱乐研究中心

农夫山泉(09633.HK) 买入 (首次评级)

港股公司深度研究

饮用水、饮料双重红利，公司管理能力优秀

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额(百万元)	24,021.04	28,279.00	32,967.00	38,379.00
同比增长	17.32%	17.73%	16.58%	16.42%
母公司股东溢利(百万元)	4,948.57	5,314.08	6,396.46	7,550.82
同比增长	37.23%	19.18%	20.37%	18.05%
毛利率	55.41%	55.60%	55.80%	56.00%
净利润率	20.60%	18.79%	19.40%	19.67%
每股收益	0.44	0.47	0.57	0.67
每股经营现金流	0.67	0.44	0.74	0.85

来源：招股说明书、国金证券研究所注：货币单位是人民币

基本结论

- 包装饮用水的市场规模在 2000 亿元左右，过去几年的复合增速保持在 10%以上。行业赛道优秀：其一，存在政策和资金壁垒，进入难度较大；其二，产品工艺简单，无需在产品上进行更新迭代亦可享受提价红利。其三，家庭端包装饮用水需求上升，新的消费场景为行业创造新的增量空间。
- 饮料行业 2019 年的市场规模达到 7897 亿元，产量趋于饱和。其中，咖啡饮料和功能饮料增速较快，2014-2019 年 CAGR 分别为 29%和 14%；茶饮料和果汁饮料内部存在结构性变化，无糖茶饮料的增速（32.6%）远远高于含糖茶饮料（3%），高浓度果汁（12.9%）和纯果汁（9.4%）的增速远高于低浓度果汁（0.4%），折射消费者健康意识的提升。饮料行业整体竞争激烈，但是市场给予新品的空间较大，消费者亦喜欢追逐潮流，因此依靠打造爆款可提升公司收入，农夫山泉茶π上市当年创造了近 20 亿元销售额。
- 作为软饮行业龙头，公司在产品、品牌、渠道方面均具备优势。**产品：**实行多品类发展，但产品矩阵偏向“优而精”，产品培育成功率高，且产品结构整体优于同行，均价和毛利率更具优势。**品牌：**推出一系列深入人心的广告语和营销案例，持续向消费者传递“天然”、“健康”的品牌精神。在营销和包装上善于结合中国文化，提升了产品的文化内涵。**渠道：**公司拥有深度下沉的销售渠道，且公司对供应商有较强的管控能力，利用大数据系统实掌握渠道情况。此外，公司的产品搭配毛利较高，有利于提升渠道销售动力。
- 本次上市计划募集资金 81.49 亿港元，主要用于持续进行品牌建设、稳步提升分销广度和单店销售额、进一步扩大产能、加大对基础能力建设的投入以及探索海外市场机会。

盈利预测及投资建议

- 公司一方面享受包装水行业带来的高增速，预计行业 2019-2024 年的 CAGR 为 15%；另一方面享受市占率提升带来的增速，考虑到其在包装水行业的龙头地位，预计未来三年市占率会从 19 年的 20.9%提升至 22%、23%、24%；目前果汁茶领域竞争格局分散，公司提早布局高浓度果汁和纯果汁，预计未来三年市占率会从 19 年的 3.8%提升至 5%、6%、7%。预计 2020-2022 年归母净利润为 53.21 亿元、63.96 亿元和 75.61 亿元，对应 EPS0.47 元、0.57 元和 0.67 元。2020 年目标价 32.9 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济波动的风险/行业竞争加剧的风险/食品安全风险

汪玲 分析师 SAC 执业编号：S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

王映雪 分析师 SAC 执业编号：S1130520080001
wang_yingxue@gjzq.com.cn

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

内容目录

包装水行业壁垒深厚，产品升级红利强.....4
存在资金和政策壁垒、建厂周期长，且优质水源地有限.....4
包装水产品始终如一，无需创新亦可享受价格上行.....5
家庭用水需求保证量增，包装化率推动行业增长.....7
饮料行业进入存量竞争，产品创新迭代是主推力.....8
高速增长期已过，行业进入存量阶段.....8
咖啡和功能饮料发展空间充足，果汁和茶饮料存在结构性变化.....9
爆款产品对当年收入贡献较大，新品的市场空间充足.....10
公司优势.....11
多品类矩阵均衡发展，相比同行产品优而精.....11
卓越营销能力，品牌文化深厚.....13
完备销售系统，渠道管控能力优秀.....14
募集资金后计划进行品牌推广、渠道扩张和产能补充.....15
盈利预测与投资建议.....16
盈利预测.....16
投资建议及估值.....17
风险提示.....18
附录：三张报表预测摘要.....19

图表目录

图表 1：天然水和矿泉水开采相关法律法规.....4
图表 2：部分农夫山泉工厂建设情况.....4
图表 3：农夫山泉十大水源地布局.....5
图表 4：包装饮用水和饮料产品生产流程.....5
图表 5：农夫山泉包装饮用水毛利率优于饮料品类.....6
图表 6：国内包装饮用水发展历程.....6
图表 7：包装饮用水高端产品市占率提高.....7
图表 8：包装饮用水单价逐步提升.....7
图表 9：包装饮用水销售规模.....7
图表 10：包装饮用水销售规模.....7
图表 11：2017-2019 年农夫山泉包装饮用水量价拆分.....8
图表 12：部分高端火锅店使用包装水作为锅底配料.....8
图表 13：软饮料行业及细分品类零售规模（亿元）.....8
图表 14：2019 年饮料各品类销售份额占比.....8
图表 15：我国软饮料产量及同比增速.....9
图表 16：饮料行业各品类规模增速.....10
图表 17：果汁饮料和茶饮料细分品类规模增速.....10

图表 18：茶饮料、功能饮料和果汁饮料的竞争格局.....10
图表 19：果汁茶主流产品一览.....11
图表 20：农夫山泉各品类营业收入（亿元）.....11
图表 21：农夫山泉与竞品产品矩阵对比.....12
图表 22：2019 年农夫山泉与同行软饮料品类结构对比.....12
图表 23：2019 年农夫山泉与同行软饮料品类毛利率对比.....12
图表 24：农夫山泉经典广告语一览.....13
图表 25：微电影《搬运工篇》讲述员工日常.....14
图表 26：微电影《大自然篇》生动刻画长白山生态.....14
图表 27：农夫山泉故宫瓶.....14
图表 28：农夫山泉玻璃瓶设计包揽五项国际大奖.....14
图表 29：农夫山泉不同销售渠道占比.....15
图表 30：2017-2019 年农夫山泉经销商数量变化.....15
图表 31：农夫山泉募集资金用途.....16
图表 32：盈利预测.....17
图表 33：可比公司估值比较（市盈率法）.....18

包装水行业壁垒深厚，产品升级红利强

存在资金和政策壁垒、建厂周期长，且优质水源地有限

- **天然水和天然矿泉水的开采都需要取得相应的许可证，且目前难度越来越大。**水源开发花费时间也较长，以矿泉水开采为例，还需先申请勘察权，勘察合格后才能申请采矿权和取水证；勘察期至少在 1 年以上，周期一般在 3 年左右，农夫山泉峨眉山基地的勘察期高达 8 年。

图表 1：天然水和矿泉水开采相关法律法规

天然水取水相关法律法规	《中华人民共和国水法》	国家对水资源依法实行取水许可制度和有偿使用制度。
	《取水许可管理办法》	建设项目取得取水许可申请批准文件，申请人方可兴建取水工程或者设施。
	《取水许可水资源费征收管理条例》	取用水资源的单位和个人，除特殊情形情形外，都应当申请领取取水许可证，并缴纳水资源费。取水许可证有效期限一般为 5 年，最长不超过 10 年，有效期届满需要重新申请。
矿泉水开发相关法律法规	《中华人民共和国矿产资源法》	国家对矿产资源的开采实行许可证制度。开采矿产资源，必须依法申请登记，领取采矿许可证，取得采矿权。
	《中华人民共和国矿产资源法实施细则》	国家对矿产资源的勘查、开采实行许可证制度。勘查矿产资源，必须依法申请登记，领取勘查许可证，取得探矿权；开采矿产资源，必须依法申请登记，领取采矿许可证，取得采矿权。
	《中华人民共和国资源税法》	矿泉水资源税税率：1%-20%或者每立方米 1-30 元。

来源：国金证券研究所整理

- **其次，投资建厂需要大量资金和建设周期。**以农夫山泉为例，2001 年在长白基地靖宇工厂一期工程上投资 4.77 亿元，耗时 1 年左右，总共修建了 4 条产线。而 10 条产线以上的产能，耗资基本在 10 亿元以上。部分水源地所建厂难度较大，农夫山泉坐落在峨眉山半山腰的工厂，耗时 6 年才完成。

图表 2：部分农夫山泉工厂建设情况

产能项目	开工时间	竣工时间	历时	投资金额	面积	生产线
长白山基地靖宇工厂一期工程	2001 年 6 月	2002 年 7 月	1 年	4.77 亿元	10 万平方米	4 条饮用水和饮料生产线
农夫山泉广东第二生产基地项目	2018 年 1 月	2019 年 6 月	1 年 6 个月	11 亿元	20 万平方米	10 条饮用水、2 条饮料
峨眉山工厂	2008 年	2014 年	6 年	10 亿元	28 万平方米	7 条饮用水、3 条饮料

来源：国金证券研究所整理

- **最后，我国适合用于饮用水的优质天然水资源非常有限，**而且部分已经被包装饮用水公司发现并加以利用，加大了后进入者的获得优质水源的难度。1996 年至今，农夫山泉已经实现了对中国十大优质水源地的提前布局，使得农夫山泉的包装饮用水产品全部来自天然水源，还有部分产品含有天然矿物质元素。相比之下，怡宝、康师傅、乐百氏等均不是使用天然水源。而且十大优质水源地分布在中国不同区域，公司在十大水源地都建

立了包装饮用水生产基地，全面覆盖全国的市场供应，有效缩短运输半径，减少了运输成本和运输时间。

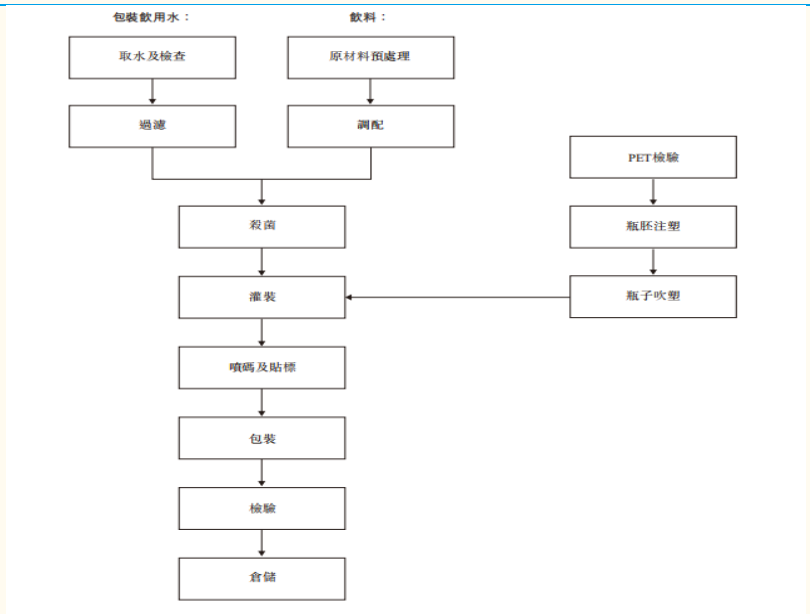
图表 3：农夫山泉十大水源地布局

来源：招股说明书，国金证券研究所

包装水产品始终如一，无需创新亦可享受价格上行

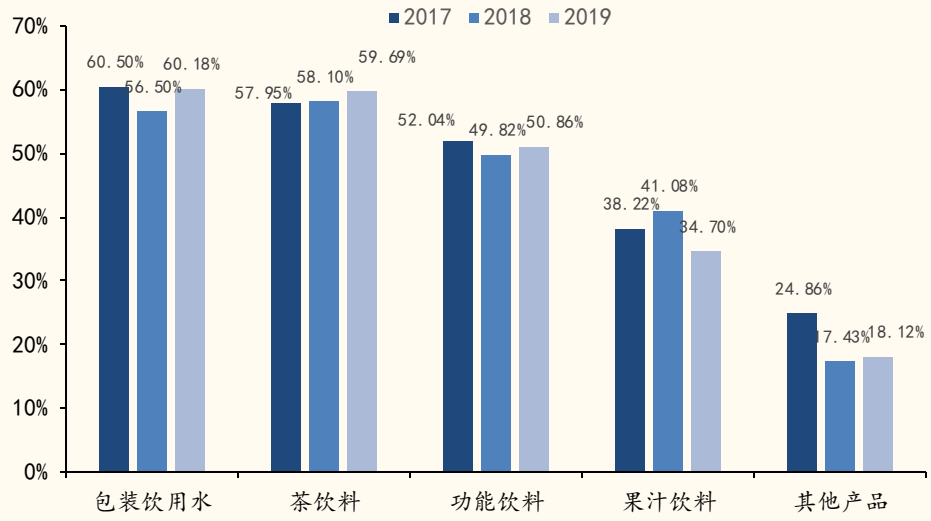
- 包装饮用水产品作为满足消费者基础饮水需求的必需消费品，不同于饮料产品的定位主要是满足消费者多样化、个性化的饮用诉求，因此包装饮用水产品无需在口味上推陈出新。
- 而且饮用水的加工环节简单，正如农夫山泉广告语所言“我们不生产水，我们是大自然的搬运工”。包装饮用水的生产环节主要是取水及检查、过滤、杀菌、灌装、喷码贴标、包装；相比之下，饮料生产还需要对制造原料进行处理，以及配料调配。从农夫山泉的产品结构可以看到，其包装饮用水产品的毛利率基本高于其他饮料品类。

图表 4：包装饮用水和饮料产品生产流程



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 5：农夫山泉包装饮用水毛利率优于饮料品类



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 随着人们收入水平的提高，包装饮用水的提价趋势也非常明显。而且随着人们消费意识的提升，天然矿泉水（含有微量矿物元素）的普及率逐步提高，打开高端饮用水的市场。
  - 2000-2010 年，主流饮用水是纯净水和康师傅矿物质水，550ml 左右的瓶装水售价为 1 元。
  - 2010-2015 年，2 元水逐步取代 1 元水，期间农夫山泉天然水和怡宝纯净水成为主流产品。
  - 近几年，天然矿泉水逐步获得人们的青睐，恒大冰泉 2013 年上市，农夫山泉在 2015 年之后相继推出两款针对不同人群的天然矿泉水。主打天然矿泉水的百岁山景田于 2017 年成为包装水行业第三。

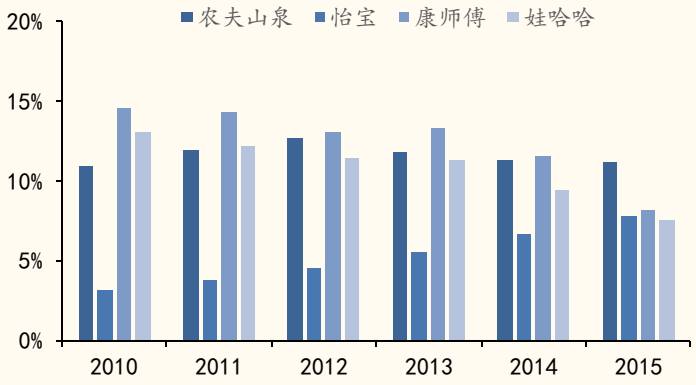
图表 6：国内包装饮用水发展历程

时间	产品	价格
2000-2010 年	主流产品是娃哈哈纯净水、康师傅矿物质水（非天然，人工添加）	1 元/550ml-596ml
2007 年	景田百岁山推出百岁山矿泉水	-
2010-2015 年	主流产品是农夫山泉天然水和怡宝纯净水	2 元/550ml-555ml
2013 年	恒大冰泉上市	5 元/500ml
2015 年	农夫山泉推出天然矿泉水（运动瓶盖）	3 元/535ml
2015 年	农夫山泉推出饮用天然水（适合婴幼儿）	9 元/1000ml
2017 年	景田百岁山成为瓶装水市占率第三名，百岁山矿泉水连续九年保持天然矿泉水龙头地位	3 元/570ml
2019 年	农夫山泉推出天然矿泉水（含锂型、适合老年人）	5 元/535ml

来源：招股说明书，国金证券研究所整理

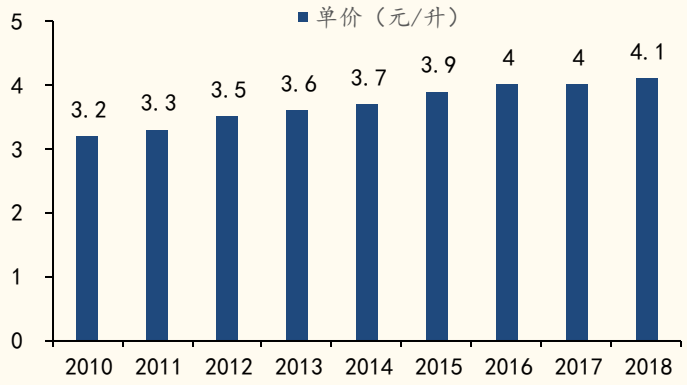
- **总结来看，包装饮用水行业消费升级趋势明显，价格和产品品质都处在不断提升。**主打 2 元水的农夫山泉和怡宝市占率已经逐步超过主打 1 元水的康师傅和娃哈哈，包装饮用水单价也逐步提升。而且产品品类越发精细化，比如农夫山泉开始针对不同人群、不同场景推出相对应的包装水品类。

图表 7：包装饮用水高端产品市占率提高



来源：中商产业研究院，国金证券研究所绘制

图表 8：包装饮用水单价逐步提升

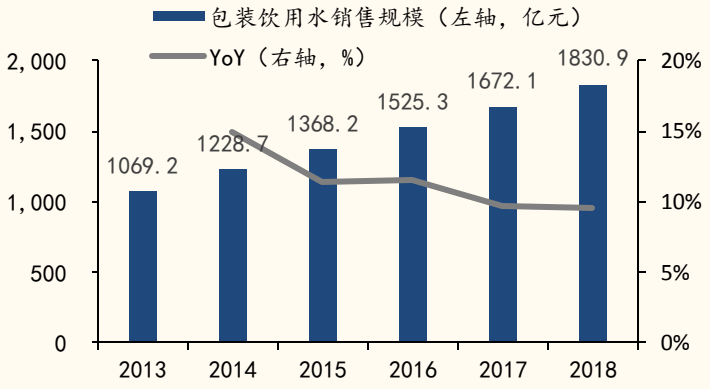


来源：前瞻产业研究院，国金证券研究所

家庭用水需求保证量增，包装化率推动行业增长

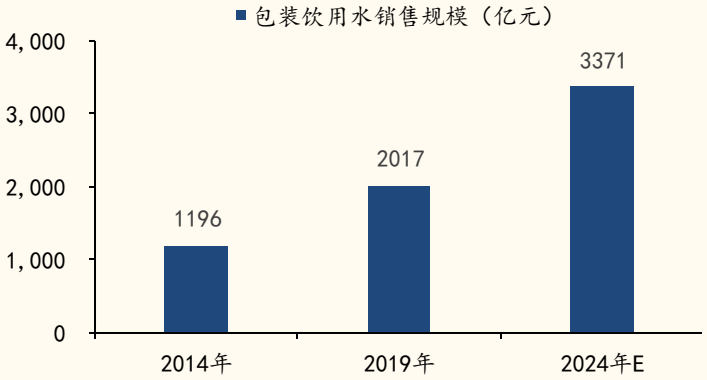
- 根据欧睿咨询统计数据，2013-2018 年我国包装饮用水销售规模逐年增长，由 2013 年 1069.2 亿元增长至 2018 年的 1830.9 亿元，年均复合增长率高达 11.8%。根据弗若斯特萨利文咨询公司的统计数据，我国包装饮用水的市场规模由 2014 年的 1196 亿元增长至 2019 年 2017 亿元，年均复合增长率为 11%。结合两者的统计数据，可以判断现在我国包装饮用水的市场规模在 2000 亿元左右，过去几年的复合增速保持在 10%以上。

图表 9：包装饮用水销售规模



来源：欧睿咨询，国金证券研究所

图表 10：包装饮用水销售规模

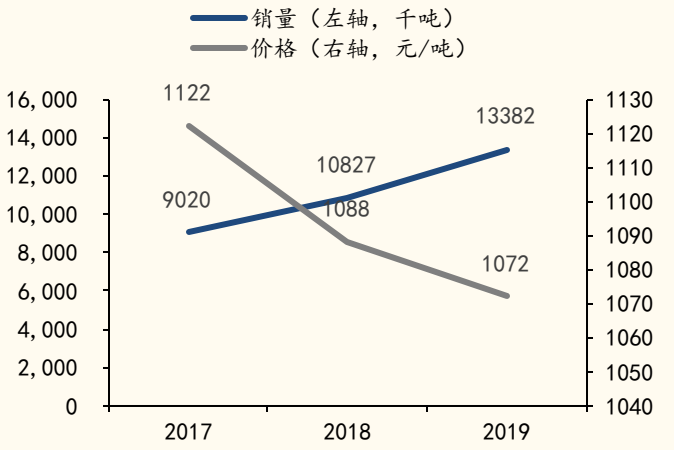


来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

- **过去几年瓶装水规模的增长动力主要来自大容量包装水，**以农夫山泉为例，过去三年包装饮用水的规模提升主要依靠放量，而且均价还有所下降，在产品没有降价的情况下，主要是均价较低的大容量水占比提升，导致整体均价下降。
- 大容量渗透率的提升，折射了包装水消费场景的变化。过去人们大多消费 550ml 左右的瓶装水，主要用于在外出时补充水分。而随着人们健康意识的提升，在家庭饮用、做饭等环节也开始使用包装水，因为现阶段我国供

水系统并未达到直饮标准。甚至一些高端的餐饮渠道，也开始使用瓶装水替代自来水，比如矿泉水火锅。

图表 11：2017-2019 年农夫山泉包装饮用水量价拆分



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 12：部分高端火锅店使用包装水作为锅底配料

来源：国金证券研究所整理

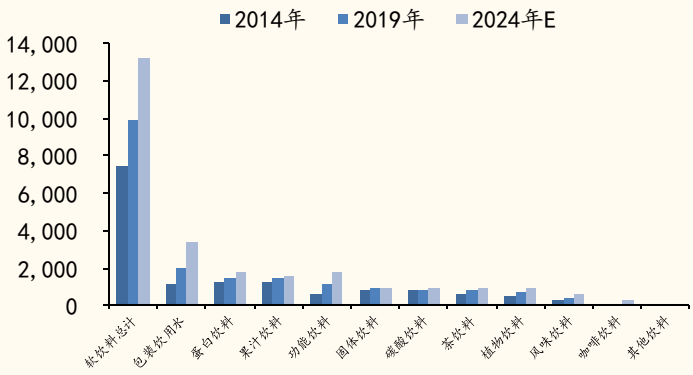
- **我国包装饮用水的渗透率有较大提升空间。**目前来看，我国整体饮料行业的包装化率远低于发达国家。相比自来水，包装饮用水更加便捷和健康，目前包装饮用水的消费群体主要集中在一二线城市，在城镇化进程中，低线城市居民和乡镇居民的消费习惯会逐步向一二线城市居民靠拢，对包装应用水的认可度和接受度也会逐步提高。

饮料行业进入存量竞争，产品创新迭代是主推力

高速增长期已过，行业进入存量阶段

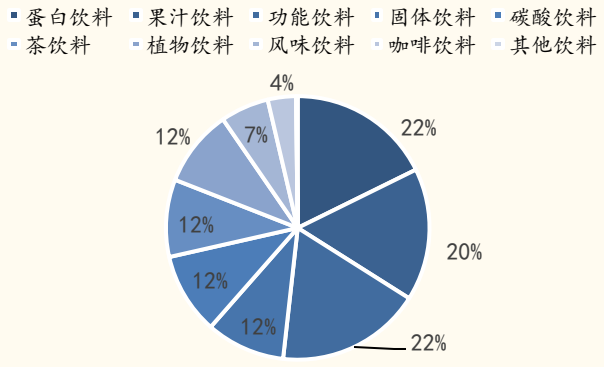
- 根据弗若斯特沙利文的数据显示，2019 年软饮料行业的零售规模已经达到 9914 亿元，2014-2019 年的 CAGR 为 5.9%。除开包装饮用水，其余饮料品类 2019 年的市场规模达到 7897 亿元。从份额来看，蛋白饮料、果汁饮料、功能饮料在饮料品类（总额 7897 亿元）的占比靠前，分别为 18.67%、18.17%、14.17%。

图表 13：软饮料行业及细分品类零售规模（亿元）



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

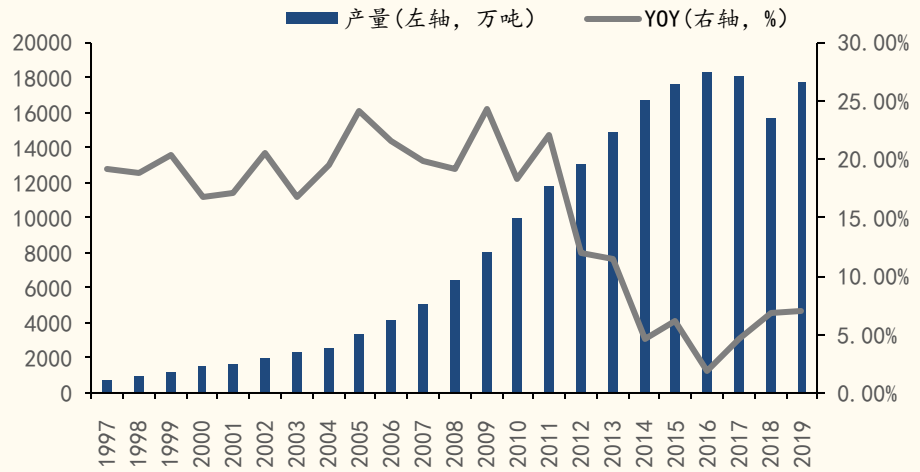
图表 14：2019 年饮料各品类销售份额占比



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

- **回顾软饮料的发展历程，可以发现软饮料行业的产量逐渐走向饱和**，根据国家统计局的数据，1997-2010 年间，软饮料行业的产量增速保持在 20%左右，从 2015 年开始，增速降至个位数，17-18 年出现负增长。
  - 1980-1990 年，起步阶段：国外企业百事可乐和可口可乐进入中国，国内也涌现出天府可乐、健力宝等典型碳酸饮料企业，软饮料开始逐渐走入人民的日常生活。
  - 1991-2000 年，发展阶段：随着碳酸饮料打开了民众消费软饮料的大门。国内软饮料行业开始快速发展，品类愈发多元化，饮用水、茶饮料、果汁饮料等开始占据一定市场份额。
  - 2001-2010 年，快速增长阶段：在国家政策支持下，软饮料进入快速发展阶段，十年间诞生了旺仔牛奶、六个核桃、加多宝、营养快线等多个百亿级品牌。
  - 2011 年-至今，成熟期：软饮料市场趋于饱和，政策监管趋严，市场规模增速放缓。品类多元化、品质高端化是新的趋势。

图表 15：我国软饮料产量及同比增速

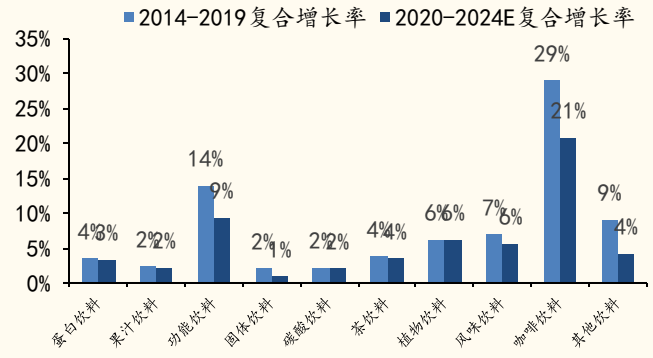


来源：国家统计局，国金证券研究所

咖啡和功能饮料发展空间充足，果汁和茶饮料存在结构性变化

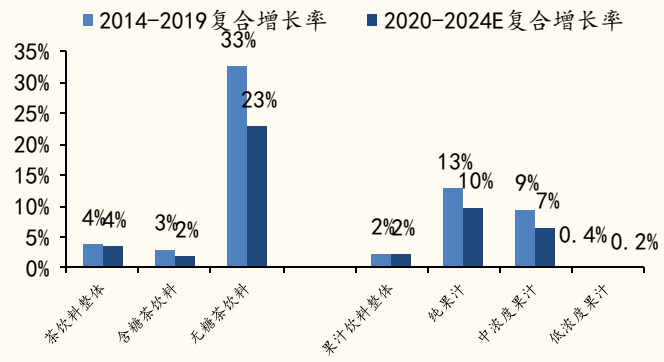
- 根据弗若斯特沙利文的数据，从规模增速来看 2014-2019 年咖啡饮料和功能饮料的增速靠前，CAGR 分别为 29%和 14%，而且预计未来几年仍旧保持较快的增速。
- **在果汁饮料和茶饮料领域，存在结构性变化。**果汁饮料领域，消费者偏好从低浓度浓缩果汁向中高浓度果汁和纯果汁转化。茶饮料领域，消费者偏好从含糖茶向无糖茶转变。2014-2019 年，纯果汁的复合增速达到 12.9%，高于中浓度果汁 9.4%的增速，远远高于低浓度果汁 0.4%的增速；无糖茶的复合增速达到 32.6%，而含糖茶的复合增速仅有 3%。充分反映了消费者健康意识的提升，低糖饮料和非调配的纯果汁受到追捧。

图表 16：饮料行业各品类规模增速



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

图表 17：果汁饮料和茶饮料细分品类规模增速

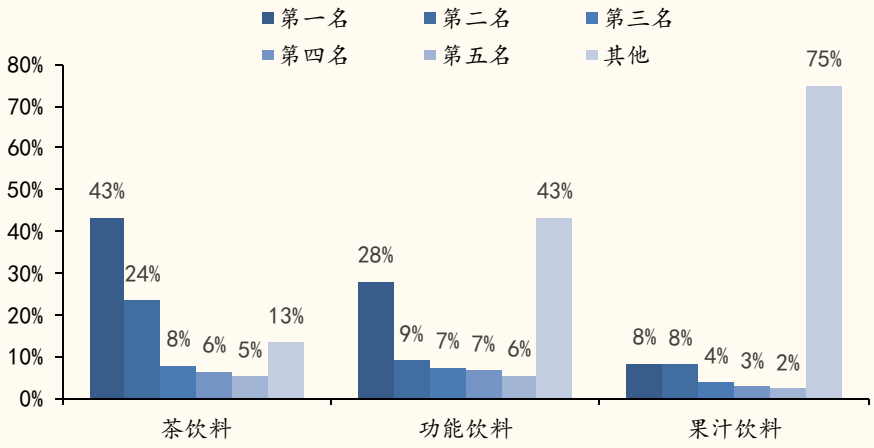


来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

爆款产品对当年收入贡献较大，新品的市场空间充足

- 饮料行业品类繁多，产品更新迭代较快；而且年轻人群对新鲜事物的接受度高，乐于尝试新品、追赶潮流。因此饮料行业公司常常通过打造新品来提升收入。
- 由于品类繁多，竞争激烈，饮料品类的竞争格局还比较分散。细分品类里，除了茶饮料目前集中度较高，功能饮料和果汁饮料 CR5 的市占率分别为 57%和 25%。正是因为竞争格局分散，也为新品和爆品提供了市场机会，各大企业通过洞悉消费需求，可以不断推出新品，满足消费者尝新的需求，创造新的赢利点。

图表 18：茶饮料、功能饮料和果汁饮料的竞争格局



来源：Frost&Sullivan，国金证券研究所

- 以果汁茶这个小品类为例，目前市场的主流产品主要有 4 款，虽然主打成分都是果汁+茶叶，但是产品的定位和亮点各有不同，小茗同学使用了 15、16 年大火的“小明同学”IP，2015 年一季度上市，当年就创下 10 亿元以上的营收；茶 π 上市一年销售额将近 20 亿元；香飘飘 Meco 上市一年销售规模达到将近 8 亿元。

图表 19：果汁茶主流产品一览

产品	上市时间	价格	年销售规模	主要成分	产品特点	营销特点
小茗同学（统一）	2015	5 元	10 亿元+	1.5%-2%果汁茶叶低温萃取	采用“冷泡”工艺，口感甘甜不苦涩	打造独特 IP 形象小茗同学，以“认真搞笑，低调冷泡”为宣传点。
茶π（农夫山泉）	2016	5 元	30 亿元+	1.5%-2%果汁茶叶低温萃取	采用东方树叶茶叶原料，添加果汁使口味更加清爽	使用插画风格，特色漫画涂鸦式包装
茶瞬鲜（统一）	2018	9.9 元	-	果汁、茶叶低温萃取	不添加防腐剂，定位短保；保质期 21 天	强调“来点新鲜”理念。
Meco 果汁茶（香飘飘）	2018	6-8 元	10 亿元左右	10%以上果汁，现萃茶底	不添加防腐剂，无菌灌装；强调真茶真果汁	包装时尚、社交属性强。

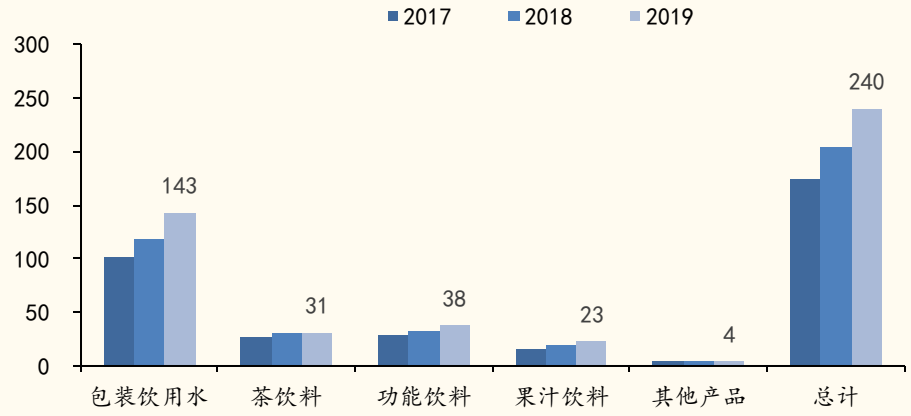
来源：国金证券研究所整理

公司优势

多品类矩阵均衡发展，相比同行产品优而精

- 公司实行多品类战略，涉足包装饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料、咖啡饮料等。包装水主要满足消费者的基本饮用需求，饮料产品主要满足消费多元化、个性化需求。2019 年包装饮用水的营收达到 143.46 亿元，占比 59.7%，市占率 20.9%，排名第一。茶饮料、功能饮料、果汁饮料 19 年营收分别为 31.38 亿元、37.79 亿元和 23.11 亿元，占比分别为 13.06%、15.73%和 9.62%；市占率分别为 7.9%，7.3%和 3.8%，排名均为第三。

图表 20：农夫山泉各品类营业收入（亿元）



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **虽然采取多品类战略，但是相比同行而言，打造产品时更偏向“优而精”。**通过梳理发现，农夫山泉的软饮料品类和产品系列都少于同行，但是农夫山泉的产品培育成功率高，基本没有退市产品。而且公司的产品结构整体优于同行，毛利率较高的包装饮用水占整体收入的 59.7%；而且公司饮料品类整体定位更加高端，饮料品类的毛利率与同行相比也更加具有优势。2019 年康师傅软饮料品类整体的毛利率为 33.69%，农夫山泉为

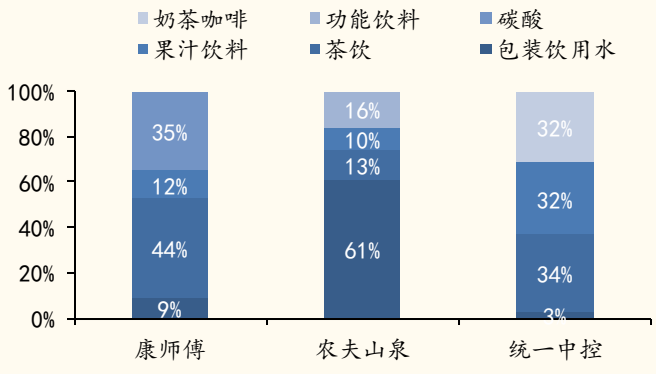
55.41%。抛开毛利率最高的包装饮用水，农夫山泉在其他饮料品类的毛利率均高于康师傅整体毛利率。

图表 21：农夫山泉与竞品产品矩阵对比

	农夫山泉	统一	康师傅
包装饮用水	饮用天然水系列 天然矿泉水（运动瓶盖）系列 饮用天然水（婴幼儿）系列 天然矿泉水（玻璃瓶）系列 天然矿泉水（含锂型）系列	爱夸矿泉水系列	康师傅包装饮用水纯水乐系列 涵养泉系列
茶饮料	茶π系列 东方树叶系列	传沏系列 冰红茶系列 小茗同学系列 茶瞬鲜系列 茶里王系列	冰红茶/冰绿茶系列 茉莉系列 茶参厅系列 绿茶系列
果汁饮料	农夫果园系列 水溶 C100 系列	鲜橙多系列 海之言系列 冰糖雪梨系列 番茄汁系列 打气系列 元气觉醒系列 果重奏系列	酸梅汤系列 果缤纷系列 康师傅果汁系列 纯果乐 100%系列 轻养果荟系列
功能饮料	尖叫系列 力量帝维他命水系列		佳得乐系列
奶茶		allègre 系列 阿萨姆系列	
咖啡饮料	炭仌系列	缦雅系列 雅哈咖啡	贝纳颂系列
蛋白饮品		诚实豆系列	
低浓度酒精饮品		甘酒	
乳酸菌饮料		水趣多系列	味全系列
碳酸饮料	苏打水系列		百事系列 美年达系列 七喜系列
品类合计	**6**	**8**	**7**
系列合计	**14**	**20**	**18**

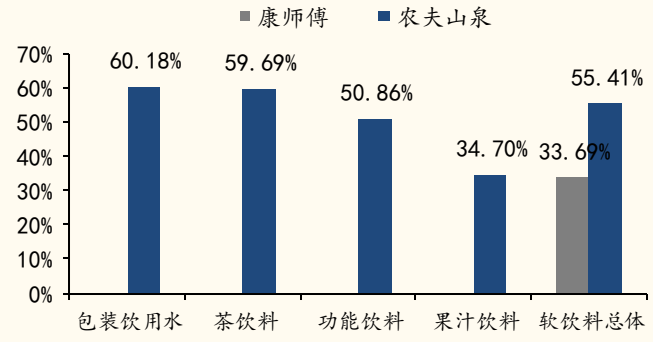
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：2019 年农夫山泉与同行软饮料品类结构对比



来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

图表 23：2019 年农夫山泉与同行软饮料品类毛利率对比



来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

- **具备前瞻眼光，提早布局高端化产品。**公司持续关注消费者需求的变化，进行提前布局，耐心培育消费者习惯。
  - 公司 2011 年便推出无糖茶东方树叶系列，刚开始并未受到消费者欢迎，市场反应“难喝”、“不值”等。但是随着近几年低糖饮食逐渐走进消费者的视野，人们对低糖或者无糖化健康食品的接受度越来越高，现在东方树叶已经是无糖茶品类的龙头。
  - 在行业盛行 10%低浓度果汁饮料时，公司在 2003 年也推出 30%农夫的混合果蔬汁饮料“农夫果园”。当行业普遍使用浓缩还原果汁作为原料时，公司在 2016 年开始推出口味和营养更佳的中高浓度果汁 NFC 系列和纯果汁 17 点 5 度系列。而从近几年的发展趋势来看，高浓度果汁会逐步取代低浓度果汁。
  - 近几年咖啡饮料开始盛行，公司于 2019 年适时推出炭仌咖啡，也是主打低糖和无糖概念，定价为 9.9 元，在价格和口味上区分了市场其他咖啡品类。二级编号

卓越营销能力，品牌文化深厚

- 经过多年发展农夫山泉已经成为中国知名的饮用水品牌，背后离不开公司卓越的营销能力，可以说公司的营销水平在中国整个软饮料行业中属于佼佼者。
- **多年来公司推出了一系列深入人心的广告语和营销案例，持续向消费者传递“天然”、“健康”的品牌精神。**1997 年推出的广告语是“农夫山泉有点甜”，2008 年提出“我们不生产水、我们只是大自然的搬运工”，2017 年提出“什么样的水源，孕育什么样的生命”，建立起来消费者对其优质水源的信赖。

图表 24：农夫山泉经典广告语一览

主要品牌	主要广告语
农夫山泉	农夫山泉有点甜 我们不生产水，我们只是大自然的搬运工 什么样的水源，孕育什么样的生命
茶π	茶π，自成一派
东方树叶	传统的中国茶，神奇的东方树叶
尖叫	与其心跳，不如尖叫
力量帝维他命水	随时随地补充维他命
水溶 C100	满足每日所需维生素 C
农夫果园	喝前摇一摇

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司通过微电影《搬运工篇》讲述员工和合作伙伴真实、平凡的日常工作，让消费者感知其踏实做事、不走捷径的企业文化。而微电影《大自然篇》系列则分别展示了水源地长白山春夏秋冬各自不同的生态环境，给消费者带来美的享受，也生动的诠释了“什么样的水源，孕育什么样的生命”。

图表 25：微电影《搬运工篇》讲述员工日常

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 26：微电影《大自然篇》生动刻画长白山生态

来源：公司官网，国金证券研究所

- **农夫山泉在品牌营销和包装设计上善于结合中国文化，蕴含丰富和厚重的文化内涵。**比如 18 年与故宫文化服务中心合作，推出 9 款限量版“农夫山泉故宫瓶”，将九幅馆藏人物画作，配以现代化温情解读。又如其长白山天然矿泉水，历时 3 年，农夫山泉邀请了 3 个国家 5 家顶尖设计工作室进行设计，经历 58 稿、300 次设计后才定稿，创造性地将长白山的生态文明融入于包装设计之中，包装推出之后先后获得英国 D&AD 木铅笔奖、The Dieline 国际包装设计大奖非酒精饮料类第一名、第 17 届国际食品与饮料杰出创意奖(FAB Awards) 包装设计类最佳作品奖以及无酒精饮料包装设计金奖、Pentawards 饮料类别铂金奖。并且成为 16 年杭州 G20 峰会招待各国领袖和来宾的会议指定用水，之后还相继出现在“一带一路”高峰论坛和金砖会议等国际会议上，成为中国高端矿泉水的代表。

图表 27：农夫山泉故宫瓶

来源：公开资料，国金证券研究所

图表 28：农夫山泉玻璃瓶设计包揽五项国际大奖

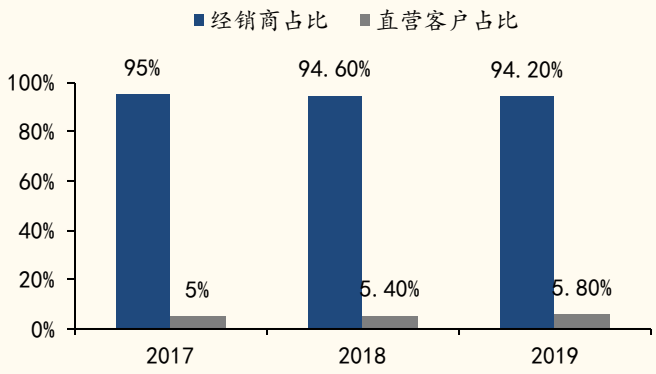
来源：公开资料，国金证券研究所

完备销售系统，渠道管控能力优秀

- **公司拥有深度下沉的销售系统。**软饮料属于快消产品，产品分销很大程度上依赖于销售及分销网络的覆盖能力及执行效率。农夫山泉主要采取一级经销模式，通过供应商分销的收益占比达到 95%左右。截至 2019 年底，农夫山泉已经拥有 4280 名经销商，覆盖了全国 237 万个以上的终端零售网点，其中约有 187 万（占比 78.9%）个终端零售网点位于三线及三线及以下城市，终端零售网点数量占有中国终端零售网点数量的 11%。此外，

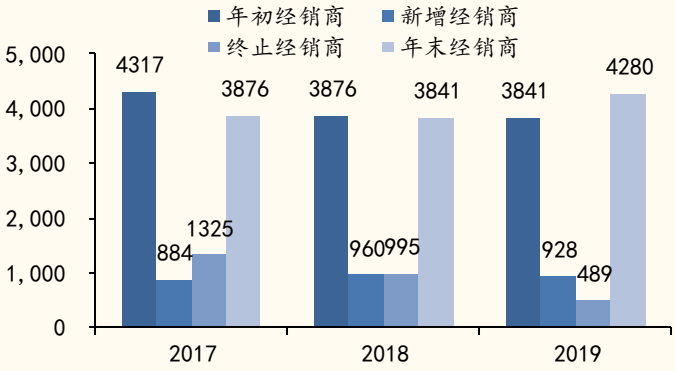
截至 2019 年底农夫山泉还在在全国近 300 个城市投放了近 60000 台以自动贩卖机为代表的智能终端零售设备，新零售渠道有助于更好地拓展终端销售网点数，并且满足消费者对饮料的即时购买需求。2020 年起，为了进一步推动市场下沉，农夫山泉在乡镇市场和 64 家分有市场潜力的次级经销商签订协议，加强沟通，方便深入了解下沉市场的信息。

图表 29：农夫山泉不同销售渠道占比



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 30：2017-2019 年农夫山泉经销商数量变化



来源：招股说明书，国金证券研究所

- **具备优秀的渠道管控能力：**
  - 凭借公司优秀的品牌力和市场地位，对经销商有着较强的议价能力，经销商以先款后货的公司购买产品，且不接受退换货。公司并不依赖单一或少数经销商，过去几年公司来自任一经销商的收入不超过营收的 1%。
  - 对经销商有较强的管理能力，比如经销商只能在特定区域的指定渠道内出售产品，禁止冲货等，以及要求经销商维护品牌形象，提供售后服务等。多年来农夫山泉在终端的价格和供应量维持稳定。
  - 使用大数据系统掌控动销数据。通过手机及个人电脑可用的 NCP 系统管理经销商及一线人员，约有 12000 名销售人员每天使用该系统。公司要求经销商使用 NCP 系统，使得公司可以通过大数据分析经销商库存、根据历史数据及分销表现自动生成存货预警，帮助公司即时知道经销商分销活动。公司还建立了超过 300 人的审计稽查队伍，在大数据分析的基础上，定期实地盘点经销商卡库存，对市场活动执行情况，产品在终端销售点的销售情况、货龄情况进行抽样，全方位把控业务风险。
- **产品搭配提升渠道毛利，提高经销团队销售动力。**统一和康师傅的包装饮用水价位在 1 元，相比之下，怡宝和农夫山泉主打的 2 元水的终端毛利率更高。但是华润怡宝主打产品只有包装饮用水，而农夫山泉的饮料品类都具有较好的市场竞争力，饮料品类的渠道毛利率高于饮用水。因此经销商同时分销农夫山泉的包装饮用水和饮料产品，可以提高综合毛利率。综合来看，农夫山泉的销售渠道综合毛利率与同行相比有优势，有利于提高渠道销售动力。

募集资金后计划进行品牌推广、渠道扩张和产能补充

- 农夫山泉此次拟全球发售股份约 3.882 亿股，发售价厘定为每股发售股份 21.50 港元，估计将收取全球发售所得款项净额约 81.49 亿港元。这次募资将主要用于持续进行品牌建设、稳步提升分销广度和单店销售额、进一步扩大产能、加大对基础能力建设的投入以及探索海外市场机会。
- 其中所得款项净额约 25%将用于农夫山泉的品牌建设工作；所得款项净额约 25%将用于购买冰箱、暖柜及智能终端零售设备等设备，以提升集团的销售能力；所得款项净额约 20%将用于新增产能所需的资本开支；所得款项净额约 10%将用于加强业务运营基础能力建设；所得款项净额约 10%将

用于偿还银行贷款；所得款项净额及约 10%将用于补充流动资金和其他一般企业用途。

图表 31：农夫山泉募集资金用途

项目	投资金额（亿港元）	占比
品牌建设	20.37	25%
购买冰箱、暖柜及智能终端零售设备	20.37	25%
新增产能	16.30	20%
加强业务运营基础能力建设	8.15	10%
偿还银行贷款	8.15	10%
补充流动资金和其他一般企业用途	8.15	10%
合计	**81.49**	**100%**

来源：招股说明书，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

- 首先，根据细分品类的行业增速，预估细分品类未来几年的市场规模，预计包装饮用水、茶饮料、功能饮料、果汁饮料品类 2019-2024 年的 CAGR 分别为 15%、3.5%、7.6%和 2.2%；其次，考虑到公司在包装饮用水饮用水行业的龙头地位，市占率会进一步提升，预计未来三年公司的市占率会从 19 年的 20.9%提升至 22%、23%、24%；此外，目前果汁茶领域竞争格局分散，且公司提早布局高浓度果汁和纯果汁，可享受产品放量，预计在果汁茶领域公司的市占率会进一步提升，预计未来三年公司的市占率会从 19 年的 3.8%提升至 5%、6%、7%。
- 结合行业规模和公司市占率的变化，预计公司 2020-2024 年的营收规模分别 282.79 、329.67、383.79 、446.40 和 518.93 亿元，增速在 17%左右。

图表 32：盈利预测

行业零售额（亿元）	2019	2019-2024E 复合增速	2020E	2021E	2022E
包装饮用水	2017	15.00%	2319.55	2667.48	3067.60
茶饮料	787	3.50%	814.55	843.05	872.56
功能饮料	1119	7.60%	1204.04	1295.55	1394.01
果汁饮料	1435	2.20%	1466.57	1498.83	1531.81
农夫山泉市占率		**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
包装饮用水		20.90%	22.00%	23.00%	24.00%
茶饮料		7.90%	7.90%	7.90%	7.90%
功能饮料		7.30%	7.30%	7.30%	7.30%
果汁饮料		3.80%	5.00%	6.00%	7.00%
农夫山泉营收（亿元）	**2018**	**2019**	**2020E**	**2021E**	**2022E**
包装饮用水	117.80	143.46	173.66	208.79	250.55
茶饮料	30.36	31.38	32.48	33.62	34.79
功能饮料	33.22	37.79	40.66	43.75	47.08
果汁饮料	18.55	23.11	31.08	38.11	45.44
其他产品	4.82	4.47	4.91	5.40	5.94
营收总计（亿元）	**204.75**	**240.21**	**282.79**	**329.67**	**383.79**
营收增速	**17.06%**	**17.32%**	**17.73%**	**16.58%**	**16.42%**
毛利率	53.34%	55.41%	55.60%	55.80%	56.00%
其中：					
包装饮用水	56.50%	60.18%	60.20%	60.50%	61.00%
茶饮料	58.10%	59.69%	59.90%	60.10%	60.20%
功能饮料	49.82%	50.86%	52.81%	52.73%	51.23%
果汁饮料	41.08%	34.70%	35.00%	35.00%	35.00%
其他产品	17.43%	18.12%	18.00%	19.00%	19.00%

来源：招股说明书，国金证券研究所预测

注：货币单位是人民币。

投资建议及估值

预计公司 2020-2022 年净利润为 53.21 亿元、63.96 亿元和 75.61 亿元，对应 EPS 0.47 元、0.57 元和 0.67 元。

我们选取 4 家可比公司对农夫山泉进行估值。选取啤酒行业的华润啤酒、百威亚太；以及软饮料业务占比较重，软饮料多品类发展的公司，主要是康师傅控股和统一企业中国。

啤酒行业的华润啤酒和百威亚太的估值较高，2020 年的 PE 在 60 倍以上。康师傅控股和统一中国的估值较低，2020 年 PE 在 20 倍左右。考虑到农夫山泉的产品结构和毛利率均优于上述公司，且主营包装饮用水还有较大的量价空间。我们认为，给予农夫山泉 2020 年 70 倍估值，目标价 32.9 元，给予公司“买入”评级。

图表 33：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元）	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
0291.HK	华润啤酒	52.8000	0.74	1.1	1.38	63.39	42.65	34.01
1876.HK	百威亚太	26.8000	0.05	0.08	0.1	66.95	41.06	34.37
0322.HK	康师傅控股	15.1000	0.6	0.65	0.71	22.45	20.77	18.94
0220.HK	统一企业中国	7.1600	0.34	0.37	0.41	18.64	17.18	15.62
中位数						**42.92**	**30.915**	**26.475**
9633.HK	农夫山泉	-	0.47	0.57	0.67	-	-	-

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **宏观经济波动风险。**由于外部环境与国内经济发展形势仍有不确定性，若经济增长不及预期，消费需求存在下降风险。
- **行业竞争加剧的风险。**当前休闲食品行业集中度仍较分散，各家竞争较为激烈，如果未来行业竞争进一步加剧，费用投放超预期，不利于行业良性发展。
- **食品安全风险。**食品行业安全是首要标准，若出现食品安全问题，将会严重影响口碑与销售。

附录：三张报表预测摘要

综合财务状况表 单位:百万

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**4,372**	**18,869**	**26,778**	**36,005**
现金	783	12,026	19,250	27,640
应收账款	1,327	1,521	1,923	2,139
存货	1,762	2,243	2,574	2,958
其他	500	3,079	3,031	3,268
非流动资产	**13,424**	**13,143**	**12,889**	**12,679**
固定资产	12,314	12,033	11,780	11,552
无形资产	716	716	716	734
租金按金	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0
其他	394	394	394	394
资产总计	**17,796**	**32,012**	**39,667**	**48,684**
流动负债	**7,441**	**8,979**	**10,229**	**11,685**
短期借款	1,000	1,000	1,000	1,000
应付账款	791	1,035	1,168	1,347
其他	5,650	6,943	8,061	9,338
非流动负债	**473**	**473**	**473**	**473**
长期借款	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他	473	473	473	473
负债合计	**7,915**	**9,452**	**10,702**	**12,158**
少数股东权益	0	7	16	26
股本	360	748	748	748
留存收益和资本公积	9,522	21,805	28,201	35,752
归属母公司股东权益	9,882	22,553	28,949	36,500
负债和股东权益	17,796	32,012	39,667	48,684

综合现金流量表 单位:百万

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**7,472**	**4,936**	**8,273**	**9,458**
净利润	4,949	5,314	6,396	7,551
折旧摊销	1,734	1,281	1,253	1,228
少数股东权益	6	7	9	10
营运资金变动及其他	784	-1,667	615	669
投资活动现金流	**643**	**-1,000**	**-1,000**	**-1,018**
资本支出	-3,313	-1,000	-1,000	-1,018
其他投资	3,956	0	0	0
筹资活动现金流	**-8,697**	**7,307**	**-50**	**-50**
借款增加	1,000	0	0	0
普通股增加	0	7,357	0	0
已付股利	-9,598	-50	-50	-50
其他	-99	0	0	0
现金净增加额	**-581**	**11,243**	**7,223**	**8,391**

综合收益表 单位:百万

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	**24,021**	**28,279**	**32,967**	**38,379**
营业成本	10,710	12,556	14,571	16,887
销售费用	5,816	7,143	8,225	9,568
管理费用	1,383	1,536	1,813	2,118
财务费用	16	50	50	50
营业利润	6,193	7,044	8,357	9,806
利润总额	6,499	7,002	8,428	9,948
所得税	1,545	1,680	2,023	2,388
净利润	**4,949**	**5,321**	**6,405**	**7,561**
少数股东损益	6	7	9	10
归属母公司净利润	**4,949**	**5,314**	**6,396**	**7,551**
EBITDA	7,927	8,325	9,611	11,034
EPS（元）	0.44	0.47	0.57	0.67

主要财务比率 单位:百万

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	17.32%	17.73%	16.58%	16.42%
营业利润	32.00%	13.74%	18.65%	17.33%
归属母公司净利润	37.23%	19.18%	20.37%	18.05%
获利能力				
毛利率	55.41%	55.60%	55.80%	56.00%
净利率	20.60%	18.79%	19.40%	19.67%
ROE	50.08%	23.56%	22.08%	20.67%
ROIC	36.23%	41.99%	50.83%	60.66%
偿债能力				
资产负债率	44.47%	29.53%	26.98%	24.97%
净负债比率	80.09%	41.90%	36.95%	33.29%
流动比率	0.59	2.10	2.62	3.08
速动比率	0.28	1.51	2.07	2.55
营运能力				
总资产周转率	1.35	0.88	0.83	0.79
应收账款周转率	18.10	18.59	17.15	17.95
应付账款周转率	13.53	12.13	12.48	12.54
每股指标（元）				
每股收益	0.44	0.47	0.57	0.67
每股经营现金	0.67	0.44	0.74	0.85
每股净资产	0.88	2.02	2.59	3.26

来源：招股说明书、国金证券研究所；注：货币单位为人民币。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。